

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

抓住海外重卡市场机遇

股票数据

04月07日收盘价(元)	15.80
52周股价波动(元)	8.95-18.49
总股本/流通A股(百万股)	1175/1175
总市值/流通市值(百万元)	18563/18561

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.0	3.7	-0.6
相对涨幅(%)	-7.8	3.0	-4.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘一鸣

Tel: (021) 23154145

Email: lym15114@haitong.com

证书: S0850522120003

分析师: 房乔华

Tel: 021-23219807

Email: fqh12888@haitong.com

证书: S0850522030001

分析师: 张觉尹

Tel: 021-23185705

Email: zjy15229@haitong.com

证书: S0850523020001

投资要点:

- **中国重汽发布 2022 年年报。**公司全年营收 288 亿元, 同比下降约 49%; 归母净利润 2.14 亿元, 同比下滑约 79%; 扣非归母净利润 1.85 亿元, 同比下滑约 81%。其中 2022Q4 营收 64 亿元, 同比下降约 11%; 归母净利润-1.43 亿元, 扣非归母净利润-1.49 亿元
- **2022 年重卡行业销量同比大幅下滑, 中国重汽营收与业绩随市场下滑。**根据中汽协数据, 2022 年国内重卡销量仅 67 万台, 同比下降 52%。根据公司年报, 2022 年公司重卡整车销售 9.6 万台, 同比下滑 52%。
- **尽管国内市场低迷, 中国重汽抢抓海外市场机遇, 出口销量创历史新高。**经过多年的技术沉淀及市场开拓, 公司取得了技术和市场领先优势。公司产品出口世界 110 多个国家和地区, 连续十多年位居国内重卡行业出口首位。
- **报告期内, 中国重汽加快产品优化升级和结构调整, 在细分市场取得全面突破。**经调整, 均衡性达到行业最优, 公司抗市场波动能力大幅提高。其中:
 - 牵引车: 公司凭借产品组合优势以及低油耗、高可靠性的口碑, 在长途物流运输、快递、危险品、500 马力以上等多个细分市场销量领先。
 - 载货车: 通过不断优化产品结构, 实现销量占比不断提升, 首次进入行业前列。搅拌车市场, 通过丰富产品组合, 不断深化与改装厂的合作, 强化终端市场开发, 占有率连续多年行业第一。
 - 专用车: 实现细分市场全覆盖, 尤其是冷藏车市场凭借多档次组合助力市场占有率显著提升。
- **我们认为 2023 年重卡景气度有望显著修复, 因此中国重汽的营收和业绩有望稳健增长。**预计公司 2023/24/25 年销售重卡 13/15/17 万台。
- 我们预计公司 2023/24/25 年取得营收 376/428/485 亿元, 归母净利润 9.3/14.1/17.7 亿元, EPS 为 0.79/1.20/1.50 元, 2023 年 4 月 7 日收盘价对应 PE 约为 20/13/11 倍。参考可比公司, 我们预计公司 2023 年合理 PE 范围为 22-26 倍, 对应合理价值区间为 17.33-20.48 元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 经济增长不及预期, 原材料价格大幅上涨

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	56099	28822	37550	42826	48548
(+/-)YoY(%)	-6.4%	-48.6%	30.3%	14.1%	13.4%
净利润(百万元)	1038	214	925	1411	1766
(+/-)YoY(%)	-44.8%	-79.4%	332.9%	52.5%	25.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.88	0.18	0.79	1.20	1.50
毛利率(%)	7.4%	6.2%	7.4%	8.3%	8.5%
净资产收益率(%)	7.5%	1.6%	6.3%	8.8%	9.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

营收及盈利预测:

整车业务: 我们认为随着全球经济的修复,重卡行业销量将显著修复,公司作为重卡国内及出口龙头,该业务在 2023/24/25 年有望取得约 35%/15%/15% 的增长。考虑到规模效应,毛利率也将有所修复,预计 2023/24/25 年分别为 5.47%/6.69%/7.1%。

配件业务: 我们认为该业务主要与重卡存量相关,增速较为平缓。预计该业务在 2023/24/25 年有望取得 15%/10%/5% 的增长,毛利率保持稳定。

表 1 公司分业务盈利预测 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
收入(百万元)				
整车	22643	30522	35096	40432
配件	6111	7028	7730	8117
合计	28822	37550	42826	48548
成本(百万元)				
整车	21858	28852	32747	37561
配件	5155	5929	6521	6847
合计	27013	34781	39268	44408
毛利(百万元)				
整车	785	1670	2349	2871
配件	956	1099	1209	1269
合计	1741	2769	3558	4140
毛利率				
整车	3.47%	5.47%	6.69%	7.10%
配件	15.64%	15.64%	15.64%	15.64%
合计	6.04%	7.37%	8.31%	8.53%
营业收入-同比				
整车	-52.59%	34.80%	14.99%	15.20%
配件	-25.42%	15.00%	10.00%	5.00%
营业成本-同比				
整车	-51.35%	32.00%	13.50%	14.70%
配件	-25.94%	15.00%	10.00%	5.00%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值比较

可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
江淮汽车	12.72	0.88	-0.18	0.16	0.27	14	-73	81	47
福田汽车	3.47	-0.77	0.01	0.22	0.30	-5	496	16	11
平均						5	212	48	29

资料来源: Wind 一致性预测 (收盘价日期为 2023 年 4 月 7 日), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	28822	37550	42826	48548
每股收益	0.18	0.79	1.20	1.50	营业成本	27042	34781	39268	44408
每股净资产	11.69	12.47	13.67	15.18	毛利率%	6.2%	7.4%	8.3%	8.5%
每股经营现金流	5.98	-2.62	8.52	-2.15	营业税金及附加	98	131	150	170
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	321	375	407	437
P/E	86.86	20.06	13.16	10.51	营业费用率%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
P/B	1.35	1.27	1.16	1.04	管理费用	264	300	321	340
P/S	0.64	0.49	0.43	0.38	管理费用率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
EV/EBITDA	6.12	5.50	0.39	1.46	EBIT	460	1474	2145	2611
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-95	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	6.2%	7.4%	8.3%	8.5%	资产减值损失	-136	0	0	0
净利润率	0.7%	2.5%	3.3%	3.6%	投资收益	20	0	0	0
净资产收益率	1.6%	6.3%	8.8%	9.9%	营业利润	578	1474	2145	2611
资产回报率	0.6%	2.5%	3.4%	3.8%	营业外收支	9	0	0	0
投资回报率	2.7%	7.7%	10.0%	10.9%	利润总额	586	1474	2145	2611
盈利增长 (%)					EBITDA	781	1818	2570	3086
营业收入增长率	-48.6%	30.3%	14.1%	13.4%	所得税	61	221	322	392
EBIT 增长率	-76.5%	220.6%	45.5%	21.7%	有效所得税率%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-79.4%	332.9%	52.5%	25.2%	少数股东损益	312	327	412	453
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	214	925	1411	1766
资产负债率	57.5%	56.5%	57.1%	57.4%					
流动比率	1.42	1.43	1.43	1.44	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.22	1.05	1.18	1.08	货币资金	13154	9063	18073	14553
现金比率	0.68	0.45	0.78	0.55	应收账款及应收票据	6440	5033	2105	5987
经营效率指标					存货	3591	7036	4962	8607
应收账款周转天数	73.82	50.00	25.00	25.00	其它流动资产	4318	7780	7927	8900
存货周转天数	57.18	55.00	55.00	55.00	流动资产合计	27504	28913	33066	38046
总资产周转率	0.83	1.06	1.10	1.11	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	7.54	7.97	8.14	8.38	固定资产	4424	4995	5531	6056
					在建工程	715	857	929	964
					无形资产	850	794	761	725
					非流动资产合计	6868	7524	8099	8624
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	34372	36437	41165	46670
净利润	214	925	1411	1766	短期借款	501	501	501	501
少数股东损益	312	327	412	453	应付票据及应付账款	12735	14317	16225	18314
非现金支出	537	344	425	475	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-84	0	0	0	其它流动负债	6109	5352	6349	7545
营运资金变动	6052	-4676	7762	-5215	流动负债合计	19345	20170	23075	26360
经营活动现金流	7030	-3079	10010	-2520	长期借款	0	0	0	0
资产	-448	-1000	-1000	-1000	其它长期负债	436	436	436	436
投资	80	0	0	0	非流动负债合计	436	436	436	436
其他	20	0	0	0	负债总计	19780	20605	23510	26796
投资活动现金流	-349	-1000	-1000	-1000	实收资本	1175	1175	1175	1175
债权募资	-100	0	0	0	归属于母公司所有者权益	13740	14653	16064	17830
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	851	1179	1591	2044
其他	-1407	-12	0	0	负债和所有者权益合计	34372	36437	41165	46670
融资活动现金流	-1507	-12	0	0					
现金净流量	5174	-4091	9010	-3520					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘一鸣 汽车行业
房乔华 汽车行业
张觉尹 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中鼎股份,伯特利,瑞鹤模具,华依科技,潍柴动力,保隆科技,奥福环保,比亚迪,敏实集团,文灿股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。